

# 非农数据超预期下行，金价重获上行机遇



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lczq.com

证书: S1320524090001

## 投资要点:

8月1日<sup>1</sup>，美国劳工部公布7月就业数据，非农就业人数新增7.3万，远低于市场预期值11万人，失业率4.2%，环比增幅0.1个百分点。同时大幅下修5月、6月就业数据，其中5月下修12.5万人至1.9万人，6月下修13.3万人至1.4万人；同日<sup>2</sup>，美联储理事阿德里安娜·库格勒宣布提前结束原定于2026年1月31日截止任期；非农数据公布后，美国总统特朗普以“出于政治目的操纵就业数据”为由，下令解雇劳工统计局局长埃丽卡·麦肯塔弗，同时在社交媒体上表示美联储主席鲍威尔现在必须大幅降息。

我们在《赤峰黄金：厚积薄发，行稳致远》一文中曾表示：黄金在关税与地缘风险所引发的避险需求阶段性退潮后，短期面临一定回调压力，年内上行机遇将来自于美联储货币政策转向所带来的流动性宽松预期。在非农数据大幅波动的背景下，我们认为前文观点已得到初步验证，金价将重获上行机遇，主要驱动力将来自于以下几方面：

**降息预期大幅升温。**根据CME FedWatch公布的数据显示，非农数据公布后，美联储9月降息概率上行至84.5%，相较一周前大幅增长20个百分点，年内预期降息次数从两次增至三次。作为金融属性最强的大宗商品之一，降息预期升温、流动性边际转宽将使金价重获上行驱动。且参考历史规律，其价格拐点通常领先于美联储货币政策调整节点形成，在预防式降息周期中，领先幅度通常为1-2个月。伴随9月降息节点临近，短期内美联储货币政策调整将接棒关税，成为黄金市场交易主逻辑，金价预计震荡上行。

**关税对于经济负面影响逐步显现，美国市场不确定性显著上行。**7月就业数据显示，在特朗普政府关税、移民、政府裁员等一系列激进政策的影响下，美国劳动力市场正在迅速降温，经济基本面正在转入低速挡。对美国经济担忧传导至资本市场，8月1日美股三大股指均大幅下跌，美债收益率回落，美元指数同步调整，恐慌指数日内涨幅超过22%。黄金作为非美资产的代表，同时具备极强的避险属性，长期以来，金价与美债实际利率和美元指数保持较强的负相关性，美国市场不确定性上行将使金价重获上行驱动。

## 投资评级：看好（首次）

### 市场表现



### 相关报告

<sup>1</sup> [https://www.cnfin.com/zs-lb/detail/20250801/4279599\\_1.html](https://www.cnfin.com/zs-lb/detail/20250801/4279599_1.html)

<sup>2</sup> <https://www.xinhuanet.com/20250802/492557bf36ed4ae38b74a3ac92c58fed/c.html>

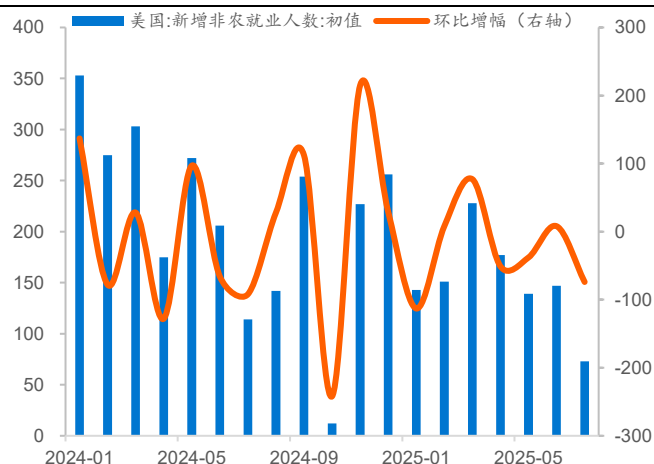
**美联储独立性深层侵蚀。**我们在《赤峰黄金：厚积薄发，行稳致远》一文中提出，美联储主席人选的更迭是年内配置黄金的另一关键事件节点。美联储理事阿德里安娜·库格勒提前离任为特朗普任命“影子主席”提供了机遇，根据 Polymarket 提供的数据显示，目前热门人选施政主张多于特朗普高度重合，近期言论倾向于推进更为宽松的货币政策以迎合特朗普的降息需求。疲软的就业数据或将使特朗普年内进一步施压鲍威尔，推动降息落地，以缓解其国内经济压力，同时冲击美联储独立性。当政治任命取代央行权威，对于资本市场的冲击或将引发市场广泛的避险需求，带动金价进一步上行。

**投资建议：黄金市场迎来关键配置节点，看好短期金价走势，美元信用收缩背景下，中长期牛市驱动逻辑不变，提示持续跟踪美国经济数据表现、美联储人事变动、关税政策变化。**

**推荐标的：山金国际（000975.SZ）、赤峰黄金（600988.SH）、山东黄金（600547.SH）。**

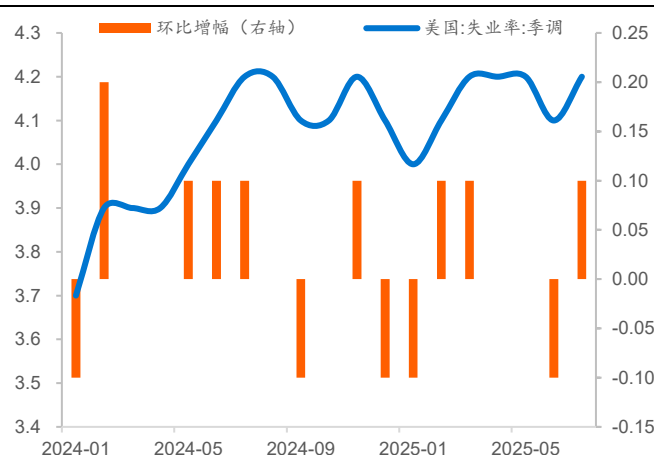
**风险提示：**美联储货币政策超预期转向、关税政策反复、美国经济数据表现超预期等。

图1 7月美国非农就业数据不及预期(千人)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图2 失业率小幅上行(%)



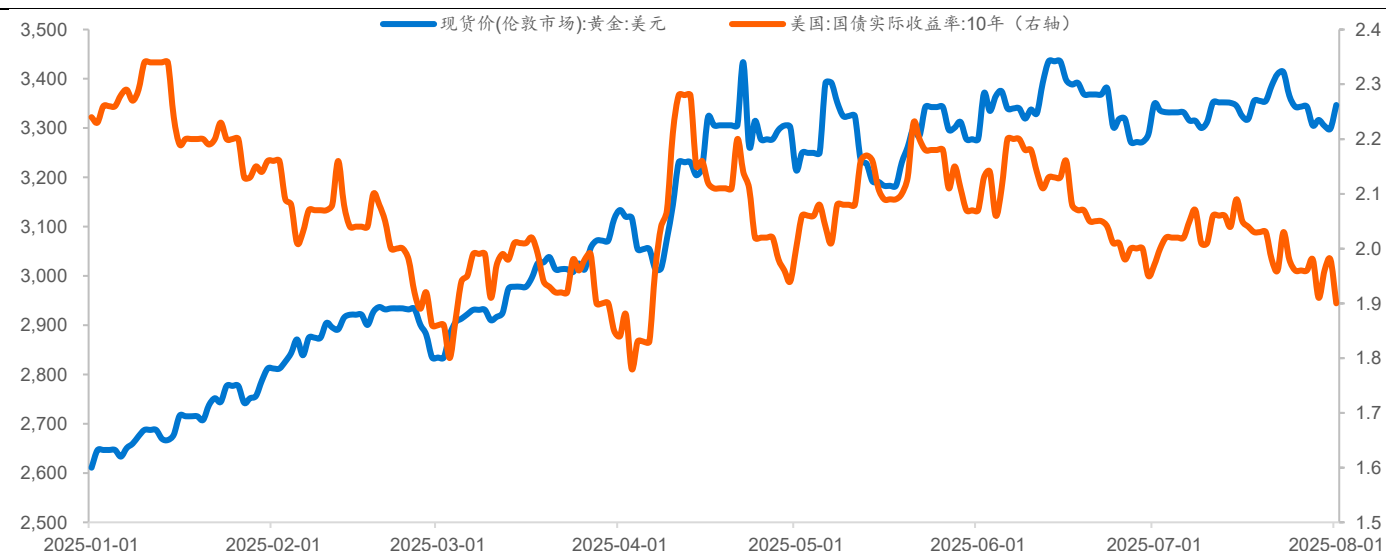
资料来源: Wind, 联储证券研究院

表1 非农数据公布后, 美联储降息节点概率分布<sup>3</sup>

| 时间节点        | 175-200 | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2025年9月17日  |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 84.50%  | 15.50%  |
| 2025年10月29日 |         |         |         |         |         |         |         |         | 65.10%  | 31.40%  | 3.60%   |
| 2025年12月10日 |         |         |         |         |         |         |         | 52.40%  | 37.90%  | 9.00%   | 0.70%   |
| 2026年1月28日  |         |         |         |         |         |         | 23.80%  | 45.80%  | 24.80%  | 5.20%   | 0.40%   |
| 2026年3月18日  |         |         |         |         |         | 12.40%  | 35.30%  | 34.90%  | 14.60%  | 2.70%   | 0.20%   |
| 2026年4月29日  |         |         |         |         | 3.80%   | 19.50%  | 35.10%  | 28.60%  | 10.90%  | 1.90%   | 0.10%   |
| 2026年6月17日  |         |         |         | 2.10%   | 12.60%  | 28.20%  | 31.50%  | 18.70%  | 5.90%   | 0.90%   | 0.10%   |
| 2026年7月29日  |         |         | 1.10%   | 7.40%   | 20.40%  | 29.90%  | 25.10%  | 12.30%  | 3.40%   | 0.50%   | 0       |
| 2026年9月16日  |         | 0.20%   | 2.40%   | 10.10%  | 22.40%  | 28.90%  | 22.40%  | 10.40%  | 2.80%   | 0.40%   | 0       |
| 2026年10月28日 |         | 0.70%   | 3.90%   | 12.60%  | 23.70%  | 27.60%  | 20.00%  | 8.90%   | 2.30%   | 0.30%   | 0       |
| 2026年12月9日  | 0.20%   | 1.40%   | 5.90%   | 15.10%  | 24.60%  | 25.90%  | 17.50%  | 7.40%   | 1.90%   | 0.20%   | 0       |

资料来源: CME FedWatch<sup>4</sup>, 联储证券研究院

图3 美债收益率震荡走弱(美元/盎司、%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

<sup>3</sup> 数据更新时间: 2025年8月4日

<sup>4</sup> <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

### 免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间  |
|                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
|                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上      |
|                                                                                                                           | 行业评级 | 看好 | 相对表现优于市场              |
|                                                                                                                           |      | 中性 | 相对表现与市场持平             |
|                                                                                                                           |      | 看淡 | 相对表现弱于市场              |

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层  
 邮编：200135

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F  
 邮编：518000